
ESTRUCTURA ACCIONARIAL Y CREACIÓN DE VALOR.

ANÁLISIS EMPÍRICO DEL COMPORTAMIENTO SUPERVISOR Y DE LOS BENEFICIOS PRIVADOS DE LOS INVERSORES.

.....
BELÉN DÍAZ DÍAZ
MYRIAM GARCÍA OLALLA

Departamento de Administración de Empresas
Universidad de Cantabria

EL DESARROLLO DE CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO DE LA EMPRESA EN DIFERENTES PAÍSES DE EUROPA Y DE TODO EL MUNDO PONE DE MANIFIESTO LA IMPORTANCIA DE LA BÚSQUEDA DE MECANISMOS DE CONTROL QUE ASEGUREN LA

145

rentabilidad de los fondos aportados por los inversores. Sin embargo, algunas de las recomendaciones incluidas en estos códigos, como el mayor activismo inversor y la transparencia en el sistema de delegación de votos, han sido tratadas de manera general, lo que unido a un sistema regulatorio débil para proteger a los accionistas minoritarios muestra la necesidad de realizar estudios empíricos sobre el gobierno de la empresa.

La investigación se centra en el análisis de la estructura accionarial, por varias razones. En primer lugar, porque los meca-

nismos de control externos (mercado de OPAs, mercado de bienes y servicios y mercado de valores) son considerados en la práctica como mercados imperfectos y su efecto sobre el control directivo es menor de lo que cabría esperar (Prowse, 1994). Y, en segundo lugar, porque dentro de los mecanismos de control internos (contratos de incentivos, consejo de administración y junta general de accionistas) se ha demostrado cómo los contratos de incentivos no resuelven completamente los problemas de agencia y que la existencia de consejeros independientes no asegura la mejora de los resultados de la

empresa, siendo la propiedad accionarial la que condiciona la eficacia de los consejos de administración y el funcionamiento de la junta general de accionistas.

El estudio de la estructura accionarial ha sido abordado a partir del análisis de su influencia en los resultados y la creación de valor de la empresa, considerando el equilibrio entre tres factores fundamentales que afectan a la relación entre la composición del accionariado y la creación de valor: los *beneficios privados* que el inversor que ejerce el control puede obtener (los cuales varían según la identi-

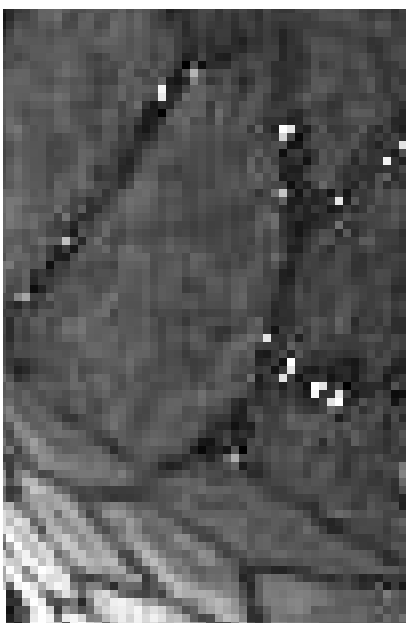
dad del mismo), los *beneficios públicos* (o creación de valor) que se derivan de la supervisión que ejercen los accionistas sobre la actuación de los directivos y los *costes* que en general provoca una mayor concentración del accionariado.

Estos aspectos, aunque han sido recogidos en la literatura teórica y empírica sobre la estructura de propiedad de la empresa de manera independiente, tenemos que considerarlos en conjunto de cara a establecer conclusiones relevantes sobre la importancia del grupo o inversor de control en la empresa y su influencia sobre la creación de valor.

En nuestro país, el trabajo de Andrés, Azofra y Rodríguez (2000) presenta un primer análisis de la diferente influencia que ejerce la propiedad accionarial, la identidad del accionista principal y el nivel de endeudamiento sobre la creación de valor cuando se distinguen las empresas en función de sus oportunidades de crecimiento durante el período 1990-1995. Sus resultados, al igual que los de McConnell y Servaes (1995) en Estados Unidos, señalan la existencia de un comportamiento diferente del nivel de endeudamiento sobre la creación de valor en cada una de las submuestras que determinan, según las oportunidades de crecimiento, siendo su efecto positivo en las de menor crecimiento y negativo en las de mayor crecimiento. Además, observan una influencia diferente de la concentración de propiedad y de la propiedad interna sobre la creación de valor al distinguir empresas con altas y bajas oportunidades de crecimiento. Nuestro trabajo pretende profundizar más en este segundo aspecto, al introducir otras variables que, junto con las oportunidades de crecimiento, pueden condicionar *a priori* el efecto de la estructura accionarial sobre la creación de valor, y que hacen referencia a la discrecionalidad directiva y a la existencia de otros mecanismos de gobierno alternativos.

El análisis empírico se lleva a cabo sobre una muestra compuesta por 93 empresas no financieras que cotizaron en la Bolsa de Madrid durante el período 1994-1998.

Los resultados obtenidos permiten extraer dos conclusiones, principalmente. Por un



lado, se observa que el carácter supervisor de la propiedad accionarial resulta más intenso en aquellas empresas en las que el potencial conflicto de intereses entre accionistas y directivos es mayor. Por otro lado, se observa cómo la existencia de mecanismos de gobierno alternativos en la empresa (como son el tamaño del consejo de administración y la política de dividendos) no afecta a la influencia que la propiedad accionarial ejerce sobre la creación de valor.

A continuación, el trabajo se estructura de la siguiente manera. En el primer apartado, se lleva a cabo el planteamiento de las hipótesis a contrastar a partir del análisis de la literatura existente. El segundo apartado describe la muestra, metodología y variables utilizadas en el estudio. El tercer apartado analiza los principales resultados obtenidos del análisis empírico y finalizamos planteando las principales conclusiones alcanzadas.

● ● ● ● ● ● ● ● ● ● ● ● ● ● ● ● BENEFICIOS PRIVADOS, BENEFICIOS PÚBLICOS Y COSTES DE LA PROPIEDAD ACCIONARIAL: HIPÓTESIS

Los accionistas principales de la empresa pueden obtener beneficios privados deri-

vados de su poder para influir en las decisiones de la misma y de la posible existencia de información privilegiada. Estos beneficios llevan al inversor a adquirir acciones hasta que posea el control de la empresa. Sin embargo, en las empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid, al igual que en otros mercados, se observa por término medio cómo los accionistas principales detentan un porcentaje de propiedad superior al mínimo necesario para ejercer el control (1), de manera que su interés no radica únicamente en la consecución de un mayor beneficio privado.

Este incremento de la participación accionarial por parte del inversor se debe principalmente a dos razones: por un lado, el deseo del accionista de mandar una señal al mercado sobre la confianza que deposita en la empresa, que permite a ésta obtener financiación a un menor coste, solucionando problemas de riesgo moral y selección adversa; y, por otro, la participación del inversor en los flujos de caja de la empresa que se derivan de su influencia sobre las decisiones directivas y de la supervisión del comportamiento de los gestores.

Sin embargo, todos los inversores de la empresa pueden beneficiarse de este incremento en el valor de la misma sin necesidad de asumir los costes de supervisión necesarios. En este sentido, los inversores principales sólo actuarán de manera activa en la empresa siempre y cuando los beneficios públicos derivados de la supervisión sean superiores a los costes. Por ello, algunos autores sugieren la necesidad de una mayor dispersión del accionariado, con la finalidad de evitar los costes de la concentración de la propiedad, como son la menor diversificación de riesgos (Admati, Phleifer y Zechner, 1994), la disminución de la discrecionalidad directiva para llevar a cabo inversiones (Burkart, Gromb y Panunzi, 1997, la menor liquidez, dando lugar a contratos de incentivos basados en el valor de la empresa menos eficientes (Holmström y Tirole, 1993), y a una supervisión menos efectiva debido al menor beneficio que puede obtener el inversor derivado de su información privada (Maug, 1998).

Así, la tradicional hipótesis de supervisión de la propiedad accionarial que con-

sideraba la influencia positiva de la concentración de propiedad sobre el valor de la empresa debería ser analizada con cautela, puesto que, si bien es cierto que permite obtener un mayor beneficio público del que disfrutaban todos los inversores de la empresa y que se expresa a través del aumento en el valor de la misma, también lo es que se incrementan una serie de costes que pueden llegar a anular dichos beneficios.

Este hecho puede incentivar a utilizar otros mecanismos de supervisión y alineamiento de intereses sustitutivos de la concentración accionarial de manera que no se incurra en los costes antes mencionados o a que el activismo, supervisión y disposición a incurrir en los costes de búsqueda de información y mayor seguimiento de las actividades de la empresa únicamente se produzca en aquellas situaciones en las que la ganancia que podemos obtener de la supervisión sea mayor. En este sentido se plantean dos cuestiones:

■ El activismo inversor se produce en mayor medida en empresas con mayor conflicto de intereses entre accionistas y directivos, puesto que el beneficio que puede obtenerse de una supervisión adicional realizada por el accionista es más alto que en aquellas empresas que carecen de conflictos.

■ El activismo inversor se produce en menor medida en aquellas empresas en las que existen mecanismos de gobierno alternativos, dado que la supervisión realizada por el accionista principal tiene costes que apenas son compensados con el beneficio adicional generado.

A partir de este planteamiento, podemos concretar las siguientes hipótesis.

Por un lado, cuanto menores sean los conflictos de intereses entre accionistas y directivos la finalidad supervisora de la propiedad para alinear intereses en la empresa resultará menos relevante. Una *proxy* de dicho conflicto pueden ser las oportunidades de crecimiento de la empresa, puesto que cuanto mayores sean éstas menor es la probabilidad de que se realicen proyectos de inversión con valor actual neto negativo (2). Además,



existirá un incentivo a reducir la dependencia de la empresa de dichos inversores para evitar los costes que la supervisión supone, como el comportamiento inversor más conservador de los bancos (Hoshi *et al.*, 1993) o el atrincheramiento directivo.

Dicho de otra forma, el efecto de la estructura accionarial sobre los resultados de la empresa varía en función de las oportunidades de crecimiento de ésta, existiendo una relación más intensa cuando las oportunidades de crecimiento son menores, puesto que la diferencia potencial de los intereses de los distintos agentes de la empresa será mayor y la posibilidad de maximizar el beneficio público derivado de la supervisión es más alta.

En conclusión, nos proponemos contrastar la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1: *La relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor es menos intensa en aquellas empresas con menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos.*

Por otro lado, la existencia de mecanismos de gobierno alternativos (3) a la propiedad que permitan alinear intereses y tomar decisiones que maximicen el valor de la empresa provoca que el beneficio público adicional generado por la estruc-

tura de propiedad sea más bajo y, por tanto, el incentivo a incurrir en los costes de supervisión y de participación activa en la gestión de la empresa sea menor.

La hipótesis de supervisión de los dividendos establece que cuando la empresa paga altos dividendos con el fin de incrementar la probabilidad de venta de sus acciones, aumenta también la probabilidad de supervisión del mercado de capitales, puesto que se observa un mayor seguimiento de la gestión por parte de los bancos de inversión, bolsas de valores y oferentes de capital, disciplinando la actuación de los que toman las decisiones en la empresa, reduciendo así los costes de agencia y añadiendo valor. Por lo tanto, aquellas empresas que no reparten dividendos pueden incrementar su valor a través de la supervisión que ejercen los inversores de la empresa.

Del mismo modo, la eficiencia de los consejos de administración en sus funciones de vigilancia y supervisión de los directivos, así como en la aprobación de proyectos estratégicos, puede restringir el beneficio público que se obtendría del activismo inversor. Dicha eficiencia se ha aproximado tradicionalmente por el tamaño del consejo de administración, de manera que si el número de consejeros no es el adecuado [generalmente porque es muy elevado y la toma de decisiones se vuelve más conflictiva y costosa (4)],

su eficiencia para la creación de valor en la empresa se encuentra limitada, por lo que es posible maximizar el beneficio público a través de una estructura de propiedad adecuada.

En este sentido, nos planteamos el contraste de una segunda hipótesis que relaciona la estructura accionarial y la creación de valor en función de otros mecanismos de supervisión alternativos, que dividimos en dos:

Hipótesis 2a: *La relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor en la empresa es más intensa en aquellas que no reparten dividendos.*

Hipótesis 2b: *La relación entre la estructura de propiedad y la creación de valor en la empresa es más intensa en aquellas en las que el tamaño del consejo de administración limita la eficiencia del mismo.*

Los resultados obtenidos en el contraste de las hipótesis anteriores pueden invalidar algunas de las conclusiones alcanzadas en estudios sobre la valoración de los cambios en la propiedad que se establecen a través de ofertas públicas de venta, procesos de privatización, operaciones en el mercado de control total y parcial e incluso sobre los efectos de los acuerdos antiadquisición.

En primer lugar, en las operaciones que dan lugar a cambios de propiedad, como las ofertas públicas de venta y los procesos de privatización, se ha llegado a observar que el valor de la operación está condicionado por la estructura de propiedad resultante (Stoughton y Zechner, 1998; Hingorani, Lehn y Makhija, 1997; Claessens, 1997). Por lo tanto, si la influencia de la propiedad accionarial sobre el valor de la empresa está condicionada por el grado de conflicto de intereses entre accionistas y directivos, este hecho debería tenerse en cuenta a la hora de valorar dichas operaciones.

En segundo lugar, los rendimientos anormales positivos observados en las ventas privadas de títulos, así como en las operaciones en el mercado de control societario y en el mercado de control parcial, se han justificado, en parte, a través de la

mayor supervisión que ejerce el accionista adquirente (Hertzel y Smith, 1993; Jensen y Ruback, 1983; Bethel, Porter y Opler, 1998). En este sentido, si los beneficios derivados de dicha supervisión en la empresa varían en función del mayor o menor alineamiento de intereses entre accionistas y directivos, el rendimiento anormal que acompaña a estas operaciones podrá ser mayor o menor también en función de dicho alineamiento.

Por último, los acuerdos antiadquisición o medidas de blindaje que protegen los intereses de los consejos de administración tienen consecuencias sobre el valor de la empresa, bien en sentido positivo (cuando dichos acuerdos favorecen los intereses de los accionistas) o bien en sentido negativo (cuando los acuerdos pretenden atrincherar a los gestores). Por lo tanto, la imposición de restricciones a variaciones en la propiedad accionarial tiene consecuencias sobre el valor de la empresa, que vendrán condicionadas por el mayor o menor alineamiento de intereses entre accionistas y directivos, al igual que en los casos anteriores, siendo el efecto más negativo cuanto menor sea la convergencia de intereses entre unos y otros.

MUESTRA, METODOLOGÍA Y VARIABLES DEL ANÁLISIS EMPÍRICO

El estudio se realiza sobre un total de 93 empresas no financieras que cotizaron en la Bolsa de Madrid entre 1994 y 1998 (5). (cuadro 1).

Los datos utilizados en la investigación se obtienen de la información pública acerca de las entidades con cotización oficial que suministra la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en particular, de la información obtenida de los balances, cuentas de resultados, participaciones accionariales significativas y dividendos repartidos. Asimismo, los datos sobre capitalización bursátil de las empresas, así como la información sobre hechos relevantes que pudieran afectar a los resultados de nuestro estudio se obtienen de los boletines de cotización de la Bolsa de Madrid.

METODOLOGÍA

En primer lugar, se estima mediante la metodología de datos de panel un modelo general que explica la creación de valor en la empresa en función de las variables de propiedad, el grado de endeudamiento y una serie de variables de control.

En términos generales, la ecuación a contrastar viene definida por la siguiente expresión:

$$\text{Creación de valor}_{it} = \mu_0 + \beta_0 \text{Tamaño}_{it} + \beta_{EA} \text{Estructura accionarial}_{it} + \beta_D \text{Deuda}_{it} + \beta_{ID} \text{Identidad accionista mayoritario}_{it} + \alpha_i + \mu_{it}$$

$$i = 1, \dots, 93$$

$$t = 1994, 1995, 1996, 1997, 1998$$

La utilización de la metodología de datos de panel para la estimación de los parámetros y la significatividad de los mismos tiene varias ventajas que radican no sólo en el control de la heterogeneidad inobservable (Arellano y Bover, 1990), sino también en el incremento del número de observaciones, permitiendo la obtención de mejores estimadores de los parámetros, además de la especificación y contraste de modelos más sofisticados, la reducción de los problemas de multicolinealidad al desdoblar las variables en dos dimensiones, la medición e identificación de los efectos no detectables en los análisis transversales y la disminución de los sesgos en la estimación.

En definitiva, el objetivo del análisis con datos de panel es la estimación consistente de los parámetros de una regresión, dada la existencia de una variable explicativa latente, constante en el tiempo, que puede estar correlacionada con las variables explicativas que se observan. El que los efectos se supongan fijos o aleatorios no representa una cualidad intrínseca de la especificación. En realidad, los efectos individuales se pueden considerar siempre aleatorios sin pérdida de generalidad, siendo la distinción crucial si los efectos están correlacionados o no con las variables observables (Arellano, 1993).

El impacto de un cambio en la estructura de propiedad sobre la creación de valor puede no ser inmediato sino gradual, lo

que sugeriría introducir cierta estructura dinámica en el modelo. Sin embargo, en las empresas españolas la estructura accionarial resulta bastante constante a lo largo del tiempo, de manera que los valores de las variables de propiedad utilizadas en el modelo son iguales o similares en el año t y en $t-1$.

El contraste se realiza a través de los estimadores de mínimos cuadrados generalizados (MCG) o efectos aleatorios, los únicos consistentes y eficientes en ausencia de correlación entre los efectos latentes y las variables explicativas que se pone de manifiesto a través del test de Hausman. En aquellos casos en los que el test de Hausman nos lleva a concluir que existe correlación, y por tanto rechazamos la hipótesis nula, incluimos también los estimadores de efectos fijos o *within*.

Esta metodología ha sido utilizada en trabajos recientes sobre la estructura accionarial tanto en España como en el extranjero, entre los que se encuentran Galve y Salas (1995), que tras calcular los estimadores de efectos fijos y aleatorios rechazan la hipótesis nula del test de Hausman; Crespi (1997), quien rechaza también la hipótesis nula del test de Hausman, excepto en una de sus ecuaciones; Xu y Wang (1997) y Short y Keasey (1998), que utilizan mínimos cuadrados ordinarios sobre un panel de datos, y Cuervo Cazorra (1999), que utiliza MCG.

Por otro lado, hemos considerado las diferentes variables de estructura de propiedad como variables exógenas dentro del modelo. La posible endogeneidad de la propiedad accionarial ha sido tema de debate recientemente, ya que la participación de los inversores en la empresa puede venir condicionada por los resultados de la misma y las decisiones financieras que lleva a cabo. Sin embargo, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto la existencia de una relación causal en una única dirección, de manera que es la propiedad accionarial la que influye en las decisiones financieras (Bathala, Moon y Rao, 1994; Eckbo y Verma, 1994; Jensen, Solberg y Zorn, 1992) y el hecho de considerar la propiedad como variable endógena no llega a mejorar los modelos que explican la creación de valor a través

CUADRO 1
COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA POR TIPO DE ACTIVIDAD, VALOR MEDIO DEL TAMAÑO (TOTAL ACTIVO) Y DEL VALOR DE MERCADO
MILES DE MILLONES

Grupo de actividad	Nº empresas 1994-1998	Tamaño	Valor
Construcción	12	111,258	146,332
Eléctricas (eléctrico, gas y agua)	13	732,140	876,216
Alimentación	10	42,350	71,417
Metal mecánica	16	43,010	53,156
Petróleo (químico, papel y madera)	9	138,044	273,339
Comunicación y transportes	8	678,705	842,623
Otras industrias y servicios	11	70,464	128,996
Inmobiliarias	14	35,416	44,653
TOTAL	93	183,638	243,701

FUENTE: Elaboración propia.

de la estructura accionarial (Lehmann y Weigand, 2000).

y porque algunas empresas han conseguido hacer más ricos a sus accionistas disminuyendo su actividad (Murphy y Dial, 1995).

VARIABLES SELECCIONADAS

Las variables seleccionadas en nuestro estudio son las siguientes:

Creación de valor. La utilización de medidas de rentabilidad (como la rentabilidad operativa y la financiera, ROA y ROE) como expresión de la creación de valor ha sido criticada por algunos autores. Jensen (1998) considera que la utilización de estas medidas puede llevar al directivo a la adopción de algunas de las siguientes decisiones: maximizar el porcentaje de ROA para una cantidad dada de activo total, maximizar los activos totales para un nivel dado de rendimiento, o maximizar el porcentaje total de ROA (sin restricción sobre los activos). Los dos primeros casos son consecuentes con el objetivo de creación de valor en la empresa siempre y cuando las restricciones sobre los activos totales o el porcentaje de rendimiento se elijan correctamente. Sin embargo, el tercer caso es inconsistente con la maximización del valor de la empresa, dado que si la evaluación del directivo depende del ROA, tendrá incentivos para reducir los activos, lo que lógicamente no conduce a aumentar el valor y la riqueza. En general, la utilización de los beneficios y del crecimiento como medidas de la eficiencia de la gestión empresarial ha sido criticada ante las posibilidades de maquillaje de los primeros (Smith, 1992),

Por ello, parece más adecuada la utilización de otras medidas de creación de valor, como es el valor de los flujos de caja generados o el valor de mercado añadido (VMA). Este último expresa el valor creado o destruido por una empresa en una fecha determinada a través de la diferencia entre el valor de mercado total de la empresa (suma del valor de mercado del capital y el valor de mercado de la deuda) y el total de los recursos invertidos para crear ese valor en una fecha cualquiera (recursos propios y deuda financiera). Si suponemos que el valor de mercado de la deuda coincide con su valor contable, entonces:

VMA = valor mercado fondos propios – valor contable de los fondos propios

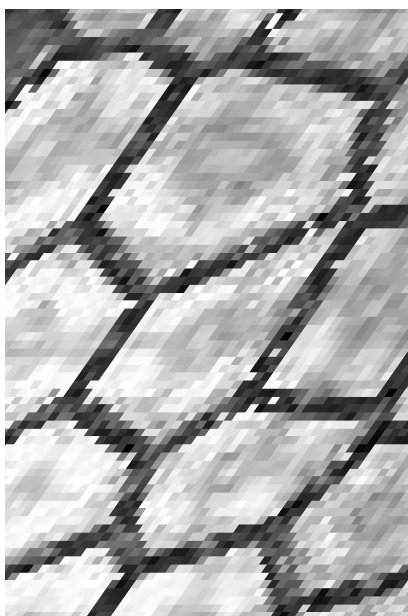
Así definido, el VMA, en su significado, es idéntico al *ratio* de valor. La diferencia estriba en que la primera es una medida que maneja importes absolutos y nos indica cuánto valor se ha creado en la empresa. Además, el VMA es igual al valor actualizado de otras medidas de creación de valor, como son el EVA (Economic Value Added®) y el BE (beneficio económico). En conclusión, de cara a analizar la contribución de la estructura accionarial sobre la creación de valor en la empresa consideramos una medida en términos contables (*cash flow* sobre fondos pro-

pios – CFSFP) y una en términos de Valor de Mercado (VMA) para poder emitir conclusiones con mayor rigor.

VARIABLES DE ESTRUCTURA DE PROPIEDAD EXPLICATIVAS DE LA CREACIÓN DE VALOR

■ **Concentración accionarial.** La existencia de un accionista mayoritario o grupo de control se expresa a través del porcentaje de propiedad que posee el principal accionista y los tres mayores accionistas, respectivamente. Además, incluimos otras medidas de concentración de la propiedad en un accionista principal que consideran el grado de dispersión o concentración del resto del accionariado. Esta distribución del resto del accionariado puede aumentar o disminuir el poder de control del accionista principal, y por tanto afecta a su capacidad de supervisión. Esta consideración se vuelve sobre todo relevante cuando la estructura accionarial se caracteriza por la existencia de dos accionistas principales con porcentajes similares de propiedad, lo que da lugar a una mayor competencia por el control. En países como Italia y Suecia se ha observado el pago de una prima superior en las acciones con voto cuando existen dos accionistas principales. En España se observa una relación significativa y en sentido positivo entre la propiedad del accionista principal y el segundo mayor accionista, lo que podría dificultar la supervisión hasta que el accionista principal tuviese el control (6).

En nuestro trabajo, consideramos la medida de control de Cubbin y Leech, que viene expresada por la función de distribución normal $F(m_1)/(H - m_1^2)^{1/2}$, siendo m_1 el porcentaje de acciones del mayor accionista, y H el índice de Herfindahl, que viene dado por $N = \sum_i (m_i)^2$, donde m_i representa el porcentaje de acciones que posee cada i -ésimo accionista en la empresa con participaciones superiores al 5%. Además, introducimos una posible relación no lineal entre la propiedad accionarial y la creación de valor, puesto que si se observa un mayor conflicto por el control para niveles inferiores de propiedad cuando existen dos accionistas principales que tratan de maximizar su beneficio privado, la relación con la creación de valor



será negativa, convirtiéndose en positiva cuando el porcentaje poseído sea tal que permita detentar el control.

■ **Propiedad interna.** De acuerdo con la hipótesis de convergencia de intereses de Jensen y Meckling (1976), la propiedad interna está relacionada positivamente con la creación de valor, ya que a medida que la propiedad de los consejeros aumenta, tanto accionistas externos como internos tendrán los mismos intereses e incentivos para maximizar la riqueza del accionista y los directivos estarán menos dispuestos a desviar recursos del objetivo de maximización del valor. Por otra parte, se introduce la posibilidad de una relación no lineal entre la propiedad interna y los resultados empresariales, teniendo en cuenta la hipótesis de «atrincheramiento», según la cual la posesión de un mayor número de acciones por parte de los consejeros permite a éstos eludir impunemente los mecanismos de disciplina, compensando así el efecto positivo que cabría esperar de su mayor identificación con los deseos de los propietarios (7).

■ **La propiedad institucional.** En nuestro análisis empírico hemos unido a todos los inversores institucionales en una única variable debido al escaso porcentaje que detentan todavía los fondos de inversión en la empresa española (el 7,41% de la capitalización bursátil en 1998), aunque cabe señalar el distinto

grado de supervisión que se espera de los diferentes inversores institucionales, por cuanto que, por ejemplo, los fondos de inversión o los fondos de pensiones se opondrán a las acciones directivas que tiendan a reducir la riqueza de los accionistas en mayor medida que otros inversores institucionales, como bancos y compañías de seguros, cuya relación con la empresa no les lleva prioritariamente a maximizar el valor, sino también a incrementar su volumen de negocio en la misma.

■ **La propiedad extranjera.** Esta clase de inversores ha sido fundamental en los últimos años en el desarrollo del mercado de valores español como principal fuente de absorción y saneamiento financiero de muchas empresas cotizadas; la más sólida y estable fuente de demanda en las privatizaciones y salidas a bolsa de empresas públicas y privadas; el vaso comunicante del mercado español con el resto del mundo, que redundando en la internacionalización de la valoración de nuestras empresas, en la mayor transparencia y mejor funcionamiento del mercado; e impulsor de algunos cambios en la gestión y administración de nuestras empresas (Eguidazu, 1999). En este sentido, el inversor extranjero actúa en el ámbito del gobierno de la empresa como cristizador de las tendencias y prácticas que se han ido imponiendo en otros países, y cuya influencia sobre la creación de valor en la empresa española es una cuestión empírica, habiéndose observado en otros países cómo las restricciones a la propiedad extranjera reducen el valor de la empresa.

VARIABLES DE SEPARACIÓN DE LAS SUBMUESTRAS PARA EL CONTRASTE DE LAS HIPÓTESIS

■ **Conflicto de intereses entre accionistas y directivos.** Por un lado, hemos decidido clasificar las empresas en función de su *ratio* PER para diferenciar aquellas con altas oportunidades de crecimiento de las que no poseen dichas oportunidades, del mismo modo que hicieron McConnell y Servaes (1995) para una muestra de empresas americanas. Para

ello, consideramos que una empresa tiene mayores oportunidades de crecimiento, y por tanto un menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos, cuando su PER es superior a la mediana del sector en el año correspondiente durante al menos tres de los cinco años bajo estudio.

Por otro lado, clasificamos las empresas en función de la discrecionalidad de los directivos. Así, cuanto mayores sean los flujos de libre disposición y menores las oportunidades de inversión rentables de la empresa, mayor será la discrecionalidad directiva y la probabilidad de realizar inversiones que no creen valor. En este sentido, la variable FCFQ (para cuyo cálculo es preciso evaluar el *free cash flow* de la empresa y estimar si existen oportunidades de inversión a través de la Q de Tobin) identifica a aquellas empresas en las que existe mayor discrecionalidad directiva cuando hay flujos de libre disposición en la empresa después de pagar intereses, impuestos y dividendos (8) y no existen oportunidades de inversión rentables medidas a través de la Q de Tobin simple (Perfect y Wiles, 1994; Loderer y Martin, 1997) durante al menos tres de los cinco años bajo análisis (9).

■ **Mecanismos de gobierno alternativos a la propiedad accionarial.** Número de consejeros. El Informe Olivencia recomienda un tamaño del consejo de administración situado entre 5 y 15 miembros. Por ello clasificamos las empresas en función de que su consejo de administración tenga el tamaño adecuado (lo que se traduce en una mayor eficiencia de este mecanismo de gobierno y supervisión) o, por el contrario, se sitúe por encima o por debajo de los límites establecidos.

Reparto de dividendos. Una política de dividendos activa permite no sólo reducir los flujos de libre disposición sino también aumentar la probabilidad de supervisión del mercado de capitales y señalar expectativas de crecimiento futuras. Por ello, clasificamos las empresas de nuestra muestra en función de que repartan dividendos durante al menos tres de los cinco años bajo estudio, lo que las convertiría en empresas con una política activa de dividendos.

CUADRO 2
VARIABLES SELECCIONADAS PARA EL CONTRASTE
DE LAS HIPÓTESIS PLANTEADAS

Variables dependientes

- Creación de valor
- CFSFP: *cash flow* bruto sobre fondos propios = (Valor añadido – gastos de personal – gastos financieros) / fondos propios
 - LNVMA: valor de mercado añadido = Ln (valor de mercado de fondos propios – valor contable de fondos propios)

Variables independientes

- Estructura de propiedad
- PROPm: % propiedad accionarial del mayor accionista
 - PROP3M: % accionarial de los 3 mayores accionistas
 - PROB: probabilidad de control = $\alpha_1 = F[(m_1)/(H - m_1^2)^{1/2}]$
 - PROPCO: % de propiedad accionarial de los consejeros
 - PROPEN: % de propiedad accionarial de empresa nacional
 - PROPEEX: % de propiedad accionarial de empresa extranjera
 - PROPINST: % de propiedad accionarial de entidad institucional

Variables de separación

- Conflicto de intereses
- PER: oportunidades de crecimiento
- Altas oportunidades de crecimiento: si el cociente capitalización sobre beneficio neto de la empresa *i* en el año *t* es mayor que la mediana de dicha variable para el sector en *t* al menos 3 de los 5 años bajo estudio
 - Bajas oportunidades de crecimiento: en caso contrario
- FCFQ: discrecionalidad directiva
- Mayor discrecionalidad directiva: si la Q de Tobin simple es < 1 y FCF es mayor que 0, al menos 3 de los 5 años bajo estudio
Q de Tobin simple = (valor de mercado de los fondos propios + valor contable de la deuda) / valor contable del activo
FCF = (beneficio neto + amortización – dividendos) / activo
 - Menor discrecionalidad directiva: en caso contrario
- Mecanismos de gobierno alternativos
- NCON: tamaño del consejo de administración
- Tamaño adecuado: si el tamaño medio del consejo se sitúa entre los 5 y los 15 miembros recomendados en el Informe Olivencia
 - Tamaño no adecuado: en caso contrario
- DIV: política de dividendos
- Política de dividendos activa: si la empresa *i* reparte dividendos al menos 3 de los 5 años bajo estudio
 - Política de dividendos no activa: en caso contrario

Variables de control

- Tamaño: LNTAM = Ln activo total
- Endeudamiento: DEUBAN = (Deuda bancaria C y L plazo) / pasivo
- Sector *i*: variable dicotómica igual a 1 si la empresa pertenece al sector *i* y 0 en caso contrario
- Año *i*: variable dicotómica igual a 1 si la observación corresponde al año *i* y 0 en caso contrario.

FUENTE: Elaboración propia.

El cuadro 2 recoge las variables utilizadas para el contraste de nuestro objetivo, que trata de corroborar la existencia de diferentes niveles de influencia de la propiedad sobre la creación de valor de la empresa en función de una serie de va-

CUADRO 3
RELACIÓN ENTRE LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y LA CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA

Beneficio público: para todos los inversores de la empresa		Beneficio privado: para el inversor principal	Relación con la creación de valor	
			Esperada	Obtenida
Concentración propiedad	Hipótesis de supervisión de los directivos		Lineal : + No lineal: - y +	+
Propiedad interna	Hipótesis de alineamiento de intereses entre accionistas y directivos	Hipótesis de atrincheramiento directivo	Lineal: + No lineal: + y -	+
Propiedad empresarial	Sinergias	Obtención de fuentes financieras a través de las filiales (p.e., emitiendo acciones, Slovin y Suska, 1997)	+ ó -	+
Propiedad extranjera	Incorporación en la empresa española de las prácticas de gobierno internacionales		+	+
Propiedad institucional	Hipótesis de supervisión eficiente	Hipótesis de expropiación: los inversores institucionales incrementan su negocio en la empresa (préstamos) e influyen en la política de inversión para asegurarse la devolución de sus préstamos	+ ó -	-

FUENTE: Elaboración propia.

riables representativas del grado de conflicto de intereses entre accionistas y directivos y de la existencia de mecanismos de gobierno alternativos (10).

RESULTADOS OBTENIDOS EN EL ANÁLISIS EMPÍRICO

En primer lugar, se estiman los parámetros de los modelos para el conjunto de las empresas de la muestra, de manera que se obtengan unas primeras conclusiones sobre la existencia de *beneficios públicos* que se derivan de la estructura accionarial, a través del ejercicio de la supervisión y la influencia en las decisiones empresariales, o de *beneficios privados* perseguidos por el inversor principal, dando lugar a un efecto positivo o negativo sobre la creación de valor, en función de cual de los aspectos prime sobre el otro, la supervisión o los beneficios privados que dan lugar a la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios. Este análisis resulta necesario puesto que la literatura sobre el gobierno de la empresa no parece haber encontrado consenso en la relación existente entre las diferentes variables de propiedad accionarial y la creación de valor, por lo que para contrastar las hipótesis planteadas no podemos partir de unas relacio-

nes establecidas *a priori* sin contrastarlas previamente (cuadro 3).

En segundo lugar, se reestiman los modelos dividiendo la muestra en función del mayor o menor conflicto de intereses entre accionistas y directivos, dado que la existencia de costes asociados a la concentración de propiedad provoca que el activismo inversor únicamente tenga sentido cuando los beneficios que puedan obtenerse derivados del mismo sean mayores. En tercer lugar, dividimos la muestra en función de la existencia o no de mecanismos de gobierno alternativos, de manera que en ausencia de los mismos la influencia del activismo inversor se vuelve más relevante para la creación de valor.

BENEFICIO PÚBLICO VERSUS BENEFICIOS PRIVADOS

La relación esperada entre cada una de las variables representativas de la estructura accionarial y la creación de valor, considerando la existencia de beneficios públicos y privados, así como la relación obtenida, aparece recogida en el cuadro 3 (11).

Los resultados obtenidos permiten corroborar el papel supervisor de la concentración accionarial, sin que en el mercado de capitales español sea relevante el gra-

do de dispersión del resto del accionariado para la determinación del control, puesto que incluso en los casos en que existen dos inversores principales en la empresa, no se observa conflicto de intereses entre ambos que se traduzca en una reducción del valor de la misma (12). En este sentido, con los resultados obtenidos no podemos concluir que exista conflicto entre los inversores que detentan niveles similares de acciones, como se evidenciaba en otros países como Italia y Suecia, sino que cabe esperar alianzas entre dichos inversores que contribuyen a un incremento del beneficio público o, lo que es lo mismo, a la creación de valor en la empresa.

Asimismo, se pone de manifiesto el alineamiento de intereses entre accionistas y directivos cuanto mayor es la propiedad interna, así como el beneficio público que se deriva de las sinergias entre empresas cuanto mayor es la propiedad empresarial. Del mismo modo, se observa una influencia positiva de la propiedad extranjera sobre la creación de valor de la empresa española, lo que puede ser debido a la implantación de las prácticas de gobierno internacionales en nuestras empresas, que permiten una supervisión más eficiente de la gestión empresarial.

Este resultado está en consonancia con el trabajo de Swee-Sum Lam (1997), que

analiza el impacto de las restricciones a la propiedad extranjera sobre el valor de la empresa, encontrando que la imposición (relajación) de tales restricciones reduce (incrementa) el valor de la empresa. Por ello, aquellas empresas que establecen estas restricciones a la participación extranjera o están pensando imponerlas deberían revisar sus decisiones, además se ha observado que empresas de economías desarrolladas (Loderer y Jacobs, 1995) las están comenzando a eliminar.

Por último, se observa un efecto negativo de la propiedad institucional sobre la creación de valor de la empresa, en contraposición a la hipótesis que considera el papel supervisor del inversor institucional (13). Este resultado refleja una serie de conclusiones preliminares.

Por un lado, se observa cómo el activismo del inversor institucional está condicionado por la búsqueda de un incremento de su negocio, estableciendo lazos de unión con la empresa que les lleva a una mayor vinculación con los intereses directivos que con los intereses accionariales (Brickley, Lease y Smith, 1988). Por otro lado, el control que estos inversores pueden desempeñar sobre las decisiones de la empresa a través de su mayor participación en el capital social pone de manifiesto su comportamiento más conservador en las políticas de inversión que lleva a cabo la misma, de manera que se aseguren la devolución de sus préstamos, y por lo tanto reflejando una reducción de la creación de valor de la empresa, que será más evidente cuando la empresa cuente con altas oportunidades de crecimiento.

Después de obtener estos resultados preliminares sobre el comportamiento supervisor frente a la búsqueda de beneficios privados por parte de los inversores procedemos al contraste de las hipótesis que habíamos planteado. Para ello subdividimos el panel de datos de acuerdo con aquellas variables que hemos considerado que afectan al grado de influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor en la empresa, considerando observaciones desde 1994 hasta 1998 para las 93 empresas que componen la muestra total.



RESULTADOS DE LA HIPÓTESIS 1. SUBMUESTRAS DETERMINADAS SEGÚN EL GRADO DE CONFLICTO DE INTERESES

Los resultados obtenidos de la aplicación de la metodología de datos de panel para cada una de las submuestras determinadas según los valores del *ratio* PER y de la variable FCFQ aparecen recogidos en los cuadros 4 y 5, considerando dos variables de creación de valor (flujos de caja sobre fondos propios, CFSFP, y el valor de mercado añadido, LNVMA).

Por un lado, las ecuaciones 1 y 2 de los cuadros 4a y 4b analizan la influencia que sobre la creación de valor tiene la concentración accionarial, incorporando variables dicotómicas indicativas de la identidad del accionista principal, dado que el beneficio privado derivado de su participación en la empresa y el interés perseguido puede ser diferente y, por tanto, su influencia sobre la creación de valor puede variar de acuerdo con dicha identidad. A continuación, las ecuaciones 3, 4 y 5 de los cuadros 4a y 4b y las ecuaciones 1, 2 y 3 de los cuadros 5a y 5b analizan la incidencia que sobre la creación de valor tiene el porcentaje accionarial que detentan los internos de la empresa, otras empresas o los inversores institucionales. La elevada correlación existente entre estas tres variables de propiedad nos impide su inclusión

de manera conjunta en el modelo explicativo, por lo que han sido consideradas separadamente. De hecho, se observa una relación negativa y significativa al nivel 0,01 entre la propiedad de los internos y la propiedad institucional, así como entre la propiedad de los internos y el porcentaje accionarial en manos de otras empresas. De manera que para analizar si la propiedad en manos de un determinado tipo de inversor afecta o no a la creación de valor parece adecuado incorporar las variables de manera separada.

Se introducen como variables de control en el modelo el tamaño de la empresa, el sector al que pertenece y *dummies* temporales que consideran la posibilidad de que algunas variables macroeconómicas afecten de forma similar a todas las entidades. Asimismo, en la ecuación 1 de los cuadros 4a y 4b se introduce el grado de endeudamiento como variable independiente para contrastar el efecto de la deuda sobre la creación de valor en cada una de las submuestras consideradas. Las variables que se consideran en los diferentes modelos no agotan el conjunto de factores que son relevantes para la creación de valor, sin embargo, nuestro objetivo no radica en analizar los determinantes de la creación de valor, sino en contrastar si el gobierno de la empresa a través de la propiedad accionarial contribuye a la creación de valor.

CUADRO 4A
**RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE DATOS DE PANEL. SUBMUESTRAS DETERMINADAS
 SEGÚN LAS OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO (PER)**
 VARIABLE DEPENDIENTE: CFSFP

Ecuación	Bajo (1a)	Alto (1b)	Bajo (2a)	Alto (2b)	Bajo (3a)	Alto (3b)	Bajo (4a)	Alto (4b)	Bajo (5a)	Alto (5b)
Constante	-0,22 (-1,20)	-0,316 (-1,52)*	-0,171 (-0,982)	-0,294 (-1,42)*	-0,143 (-0,78)	-0,27 (-1,30)*	-0,227 (-1,30)*	-0,227 (-1,05)	-0,128 (-0,69)	-0,213 (-1,00)
LNTAM	0,0182 (1,03)	0,030 (1,57)*	0,015 (0,901)	0,029 (1,54)*	0,017 (0,998)	0,028 (1,50)*	0,020 (1,22)	0,026 (1,38)*	0,017 (0,976)	0,027 (1,44)*
DEUBAN	0,042 (0,427)	-0,090 (-0,89)							0,014 + (0,245)	
PROP3M	0,15E-2 (2,08)**	0,11E-2 (1,51)*								
PROPM			0,17E-2 (2,43)**	0,51E-3 (0,733)						
PROPCO					-0,29E-3 (-0,394)	0,16E-2 (3,74)***				
PROPEN							0,268E-2 (3,51)***	0,397E-4 (0,077)		
PROPINST									-0,93E-3 (-1,17)	-0,15E-2 (-1,76)**
									-0,66E-3 + (-0,73)	
IDCON	-0,051 (-1,22)	0,099 (3,60)***	-0,050 (-1,19)	0,098 (3,56)***						
IDINST	-0,012 (-0,24)	-0,018 (-0,53)	-0,524 (-0,105)	-0,021 (-0,60)						
IDEN	0,044 (0,81)	-0,86E-2 (-0,30)	0,046 (0,862)	-0,78E-2 (-0,27)						
IDEXT	-0,60E-2 (-0,103)	0,071 (1,42)*	-0,014 (-0,249)	0,075 (1,54)*						
Dummies sectoriales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies temporales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
R ² ajustada	0,2126	0,8026	0,2149	0,8011	0,2194	0,8039	0,2588	0,7903	0,2537 0,4252 +	0,7908
Hausman	8,435 (0,295)	3,534 (0,831)	8,188 (0,224)	2,415 (0,877)	0,141 (0,931)	0,238 (0,887)	0,616 (0,734)	0,281 (0,868)	11,66 (0,002)	0,463 (0,793)

Niveles de significación: *** 99%, ** 95% y * 90% + estimados efectos fijos.

FUENTE: Elaboración propia.

El problema surgiría si las variables omitidas estuvieran correlacionadas con las variables de propiedad que queremos analizar, ya que los coeficientes estarían contaminados por dicha correlación. Sin embargo, la literatura sobre el gobierno

de la empresa no parece haber encontrado consenso en cuáles son los determinantes de la propiedad accionarial, habiéndose considerado diferentes factores, como son el riesgo (Bergtröm y Rydqvist, 1990b; Leech y Leahy, 1991), los flujos de

caja de libre disposición (Bergtröm y Rydqvist, 1990b), la regulación del sector (Galve y Salas, 1994), el hecho de que la empresa cotice en la bolsa (Agrawal y Knoeber, 1996; Bathala, 1996), el gasto en I+D (Agrawal y Knoeber, 1996) y la

ESTRUCTURA ACCIONARIAL Y CREACIÓN DE VALOR...

CUADRO 4B
RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE DATOS DE PANEL. SUBMUESTRAS DETERMINADAS
SEGÚN LAS OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO (PER)
VARIABLE DEPENDIENTE: LNVMA

Ecuación	Bajo (1a)	Alto (1b)	Bajo (2a)	Alto (2b)	Bajo (3a)	Alto (3b)	Bajo (4a)	Alto (4b)	Bajo (5a)	Alto (5b)
Constante	-8,624 (-3,03)***	-2,31 (-1,86)**	-8,53 (-3,04)***	-2,36 (-1,89)**	-7,59 (-2,62)***	-2,26 (-1,83)**	-8,78 (-3,04)***	-2,30 (-1,87)**	-8,11 (-2,80)***	-1,97 (-1,61)*
LNTAM	1,591 (5,76)*** 1,685 + (2,371)***	1,16 (10,21)***	1,56 (5,62)*** 1,383 + (1,97)**	1,11 (9,89)***	1,588 (5,62)***	1,057 (9,43)*** 0,073 + (0,155)	1,63 (5,77)***	1,05 (9,46)*** 0,071 (0,15)	1,61 (5,72)***	1,06 (9,55)*** 0,145 + (0,313)
DEUBAN	-2,49 (-1,94)** -2,703 + (-1,75)*	-2,21 (-2,27)***								
PROP3M	0,016 (1,49)* 0,036 + (2,27)***	-0,10E-2 (-0,18)								
PROPM			0,015 (1,45)* 0,028 + (1,743)**	-0,24E-2 (-0,45)						
PROPCO					-0,012 (-1,28)*	0,59E-4 (0,013) 0,59E-3 + (0,107)				
PROPEN							0,029 (2,87)***	0,14E-2 (0,28) -0,66E-3 + (-0,105)		
PROPINST									0,13E-2 (0,105)	-0,015 (-2,31)*** -0,025 + (-2,42)***
IDCON	0,096 (0,179) 0,082 + (1,29)	0,413 (1,46)*	-0,014 (-0,026) 0,60 + (0,94)	0,320 (1,14)						
IDINST	0,900 (1,35)* -0,34 + (-0,42)	-1,10 (-3,12)***	0,869 (1,29)* -0,37 (-0,46)	-1,109 (-3,10)***						
IDEN	0,997 (1,40)* 0,48 + (0,57)	0,080 (0,26)	1,00 (1,40)* 0,568 (0,662)	0,137 (0,456)						

(continúa)

CUADRO 4B (continuación)
**RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE DATOS DE PANEL. SUBMUESTRAS DETERMINADAS
 SEGÚN LAS OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO (PER)**
 VARIABLE DEPENDIENTE: LNVMA

Ecuación	Bajo (1a)	Alto (1b)	Bajo (2a)	Alto (2b)	Bajo (3a)	Alto (3b)	Bajo (4a)	Alto (4b)	Bajo (5a)	Alto (5b)
IDEXT	-0,223 (-0,288) -0,977 + (-1,00)	-0,54 (-1,25)*	-0,444 (-0,565) -1,38 + (-1,42)*	-0,29 (-0,68)						
Dummies sectoriales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies temporales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
R ² ajustada	0,6892 0,763 +	0,7534	0,6855 0,758 +	0,7496	0,6925	0,7361 0,793 +	0,7053	0,7359 0,793 +	0,6909	0,7435 0,799 +
Hausman	14,326 (0,045)	5,377 (0,614)	11,964 (0,062)	6,977 (0,322)	0,336 (0,844)	4,701 (0,095)	0,714 (0,699)	4,993 (0,082)	2,666 (0,263)	6,188 (0,045)

Nota para cuadros 4a y 4b. Número de observaciones: 230 para bajo PER y 235 para alto PER. Estimadores MCG. En aquellos casos en los que el test de Hausman rechaza la hipótesis de ausencia de correlación entre los efectos individuales y los regresores se han incluido los estimadores de efectos fijos que aparecen con el símbolo + a la derecha. Entre paréntesis valor t de Student. Niveles de significación: ***99%, ** 95% y * 90%. No se transcriben los valores correspondientes a las *dummies* temporales y sectoriales que también se incluyeron en el contraste. Las *dummies* de identidad (IDCON, IDINST, IDEN, IDEXT) representan la identidad del accionista principal según sea consejero, institucional, empresa nacional o empresa extranjera. En el test de Hausman figura entre paréntesis su significatividad.

FUENTE: Elaboración propia.

diversificación productiva de la empresa (Denis, Denis y Sarin, 1997). Una vez contrastada la correlación entre estas variables, tanto con las variables de propiedad accionarial como con la creación de valor, no se observan relaciones que puedan afectar a la estimación de los parámetros de nuestras ecuaciones.

va una menor influencia sobre la creación de valor de la empresa, lo que lleva a estos inversores mayoritarios a asumir una serie de costes derivados de la mayor concentración de su patrimonio en una determinada empresa, sin que se observe ningún beneficio público (o mayor valor) derivado de ello (14).

Asimismo, al introducir las variables *dummies* que determinan la identidad del inversor principal en la empresa en la ecuación de creación de valor (ecuaciones 1 y 2, cuadro 4a), obtenemos unos resultados, en cuanto al signo de la relación y el nivel de significatividad, que corroboran los resultados obtenidos al considerar el porcentaje accionarial que posee cada grupo de inversores en función de su identidad (internos de la empresa, institucional o empresarial), que figuran en las ecuaciones 3, 4 y 5 del cuadro 4a, que pasamos a comentar.

En primer lugar, el signo y significatividad de la propiedad interna sobre las variables de creación de valor confirman la hipótesis de alineamiento de intereses entre accionistas y directivos para em-

presas de alto PER, en las que las oportunidades de crecimiento son mayores y en las que los costes de supervisión son menores (signo positivo), observándose un mayor atrincheramiento directivo en aquellas empresas de bajo de PER (signo negativo) en las que la búsqueda de beneficios privados derivados de la participación accionarial elimina el posible beneficio público derivado de la mejora en el gobierno empresarial (ecuación 3, cuadro 4a).

En este sentido, obtenemos evidencia de un mayor alineamiento de intereses entre accionistas y directivos cuando el compromiso de recursos o el riesgo asumido por los internos en las decisiones financieras es menor, ya que el mercado valora positivamente las oportunidades de crecimiento de la empresa y el esfuerzo que debe realizarse para crear valor en la empresa es más bajo. Estos resultados nos llevan a considerar la posibilidad de que el establecimiento de límites a la propiedad interna en empresas de bajo PER contribuiría a la creación de valor, sin que dichos límites fueran eficientes en empresas de alto PER.

Asimismo, la propiedad de los internos tiene una influencia positiva y significativa sobre la creación de valor en aquellas empresas con menor discrecionalidad directiva, en las que se asegura la inversión en proyectos que contribuyen al valor empresarial, en el caso de que existan flujos de caja positivos después de haber pagado impuestos, intereses y dividendos. En este caso, la posición como accionistas de los internos contribuye a alinear intereses entre accionistas y directivos, puesto que al haberse reducido la posibilidad de apropiarse de beneficios privados a través de una utilización oportunista de los flujos de libre disposición, se crea un mayor incentivo a incrementar el beneficio público o la creación de valor en la empresa de la que se benefician todos los accionistas de la misma. Por el contrario, en aquellas empresas de mayor discrecionalidad directiva, en las que los flujos de caja libres pueden destinarse a proyectos no rentables, dando lugar a un incremento del tamaño de la empresa por encima del que maximiza el valor, de manera que se asegure la continuidad y permanencia del directivo en el puesto de trabajo, la posición como accionista de los internos incrementa su atrincheramiento, dando lugar a una relación negativa y significativa con la creación de valor (ecuación 1, cuadros 5a y 5b).

En segundo lugar, la propiedad institucional presenta una mayor significatividad con signo negativo sobre la creación de valor en aquellas empresas con altas oportunidades de crecimiento. Este hecho se justifica principalmente por el mayor endeudamiento bancario que detentan las empresas de mayor PER y cuyo accionista mayoritario es un inversor institucional (15), lo que origina un comportamiento más conservador en la política de inversión de la empresa, de manera que las entidades financieras no vean comprometida la devolución de sus préstamos. Ello da lugar a un efecto negativo sobre la creación de valor en aquellas empresas con altas oportunidades de crecimiento que podrían beneficiarse de una política de inversión más arriesgada. Por lo tanto, la hipótesis de supervisión sobre la actuación de los directivos que pueden ejercer los inversores institucionales no se confirma, ya que lo que se evidencia es

CUADRO 5A RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE DATOS DE PANEL. SUBMUESTRAS DETERMINADAS SEGÚN LA DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA (FCFQ). VARIABLE DEPENDIENTE: CFSFP						
Ecuación	Mayor (1a)	Menor (1b)	Mayor (2a)	Menor (2b)	Mayor (3a)	Menor (3b)
Constante	-0,111 (-0,64)	-0,285 (-1,43)*	-0,13 (-0,74)	-0,283 (-1,40)*	-0,107 (-0,625)	-0,208 (-1,03)
LNTAM	0,018 (1,04)	0,028 (1,56)*	0,019 (1,09)	0,028 (1,51)*	0,017 (1,00)	0,029 (1,56)* 0,027 (0,613)
PROPCO	0,11E-3 (0,186)	0,13E-2 (2,27)**				
PROPEN			0,40E-3 (0,62)	0,20E-2 (2,76)***		
			0,905 + (1,299)			
PROPINST					0,14E-3 (0,170)	-0,33E-2 (-3,82)*** -0,488E-2 (-4,34)***
Dummies sectoriales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies temporales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
R ² ajustada	0,3905	0,5723	0,3930 0,528 +	0,5805	0,3906	0,5964 0,681
Hausman	2,897 (0,234)	1,362 (0,506)	7,056 (0,029)	0,184 (0,911)	2,982 (0,225)	4,773 (0,091)

FUENTE: Elaboración propia.

una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios en favor de los beneficios privados que busca el inversor institucional, que resultan más perjudiciales en el caso de empresas con mayor PER (ecuación 5, cuadro 4a).

Del mismo modo, la propiedad institucional ejerce una mayor influencia negativa sobre la creación de valor en empresas de menor discrecionalidad directiva, es decir, en aquellas empresas en las que se dan oportunidades de inversión rentables en el caso de que existan flujos de libre disposición, por lo que, al igual que comentábamos en el caso de empresas con oportunidades de crecimiento, la presencia de inversores institucionales limita la creación de valor en la empresa (ecuación 3, cuadros 5a y 5b).

Por último, en aquellas empresas de menor PER, la significatividad de la propiedad empresarial es mayor, puesto que existe una probabilidad más alta de que se incremente la riqueza de la empresa participada debido a que el mayor conflicto de intereses entre accionistas y directivos provoca que la propiedad accionarial involucrada en reducir los costes de agencia aumente el valor de la empresa. En particular, la mayor cuota de mercado, que se alcanza cuando la empresa matriz y la subsidiaria pertenecen al mismo sector, así como las sinergias operativas derivadas de las economías de escala y de la complementariedad de recursos que reducen los costes tienen una mayor influencia sobre el valor de la empresa participada cuando sus oportunidades de crecimiento son escasas. Por ello, a pesar

de que en aquellas empresas de alto PER se observa mayor propiedad en manos de otras empresas por término medio, que pueden sentirse atraídas por las mayores oportunidades de crecimiento, es en aquellas de bajo PER en las que la influencia de estos inversores es más significativa (ecuación 4, cuadro 4).

Sin embargo, este resultado no se mantiene al considerar la discrecionalidad directiva en las empresas, ya que se observa una mayor influencia de la propiedad empresarial sobre la creación de valor en empresas con menor discrecionalidad directiva a la hora de aplicar los flujos de libre disposición, es decir, en aquellas empresas con mayores oportunidades de inversión rentables ($q > 1$). La diferente medida de estas dos variables, en el caso del PER se valora el beneficio por acción y en el caso de la discrecionalidad directiva se consideran empresas con flujos de caja libres positivos y $q < 1$, y la ausencia de correlación entre el PER y la q podrían justificar este resultado (ecuación 2, cuadros 5a y 5b).

La introducción del nivel de endeudamiento como variable de control nos permite analizar la diferente incidencia del endeudamiento sobre la creación de valor de la empresa cuando varían las oportunidades de crecimiento de ésta. Del mismo modo que plantean McConnell y Servaes (1995), el endeudamiento puede mejorar el valor de la empresa cuando las oportunidades de crecimiento son escasas, de manera que actúa como mecanismo de supervisión reduciendo los flujos de libre disposición y por tanto la discrecionalidad directiva para invertir en proyectos no rentables o que supongan un crecimiento de la empresa superior al que maximiza el valor (evita la sobreinversión). Y por otro lado, el endeudamiento puede afectar negativamente a la creación de valor cuando las oportunidades de crecimiento son elevadas, de manera que al reducir los flujos de libre disposición se dejan de realizar inversiones rentables (genera infrainversión). Asimismo, el comportamiento menos arriesgado de los acreedores cuando pueden ejercer cierto control sobre las decisiones de la empresa, provoca un efecto negativo sobre el valor de la misma cuando las oportunidades de crecimiento son elevadas.

CUADRO 5B
RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE DATOS DE PANEL. SUBMUESTRAS DETERMINADAS SEGÚN LA DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA (FCFQ)
VARIABLE DEPENDIENTE: LNVMA

Ecuación	Mayor (1a)	Menor (1b)	Mayor (2a)	Menor (2b)	Mayor (3a)	Menor (3b)
Constante	-0,81 (-0,32)	-4,16 (-2,35)***	-1,69 (-0,66)	-4,34 (-2,46)***	-1,37 (-0,55)	-3,96 (-2,24)*
LNTAM	0,92 (3,68)***	1,20 (7,40)***	0,97 (3,84)***	1,21 (7,48)***	0,96 (3,81)***	1,21 (7,42)***
	-1,129 + (-1,193)	-1,053 +	(-1,10)	-0,986 +	(-1,03)	
PROPCO	-0,014 (-1,58)*	0,32E-2 (0,544)				
	-0,021 + (-1,678)*					
PROPEN			0,48E-2 (0,44)	0,012 (1,87)**		
			0,29E-2 + (0,243)			
PROPINST					-0,48E-2 (-0,37)	-0,010 (-1,28)*
					-0,020 + (-1,00)	
Dummies sectoriales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummies temporales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
R ² ajustada	0,6873 0,757 +	0,7209	0,6807 0,752 +	0,7245	0,6390 0,754 +	0,7231
Hausman	5,498 (0,064)	0,594 (0,970)	4,964 (0,083)	0,447 (0,799)	5,829 (0,054)	1,279 (0,527)

Nota para cuadros 5a y 5b. Número de observaciones: 305 para menor discrecionalidad y 160 para mayor discrecionalidad. Estimadores MCG. En aquellos casos en los que el test de Hausman rechaza la hipótesis de ausencia de correlación entre los efectos individuales y los regresores se han incluido los estimadores de efectos fijos que aparecen con el símbolo + a la derecha. Entre paréntesis valor t de Student. Niveles de significación: ***99%, ** 95% y * 90%. No se transcriben los valores correspondientes a las *dummies* temporales y sectoriales que también se incluyeron en el contraste. En el test de Hausman figura entre paréntesis su significatividad.

FUENTE: Elaboración propia.

Los resultados obtenidos (cuadro 4) permiten apreciar una influencia negativa del endeudamiento sobre la generación de flujos de caja en aquellas empresas con altas oportunidades de crecimiento y una relación positiva para las de bajo crecimiento. Sin embargo, aunque el sentido es el esperado, esta variable resulta no significativa (16). Adicionalmente, se analiza su inciden-

cia sobre el valor de mercado añadido, obteniendo una relación negativa entre el endeudamiento y la creación de valor, con independencia de que se trate de empresas con altas o bajas oportunidades de crecimiento. Sin embargo, la relación negativa es más significativa en aquellas empresas con altas oportunidades de crecimiento, lo que corrobora la relación establecida.

CUADRO 6
RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS EN EL ANÁLISIS DE LA INFLUENCIA DE LA PROPIEDAD ACCIONARIAL SOBRE LA CREACIÓN DE VALOR EN FUNCIÓN DE LA EXISTENCIA DE MECANISMOS DE GOBIERNO ALTERNATIVOS

Ecuación	(1a)		(1b)		(1c)		(2a)		(2b)	
	Var. dependiente: CFSFP MCG		Var. dependiente: LNVMA MCG		Var. dependiente: LNVMA Within		Var. dependiente: CFSFP MCG		Var. dependiente: LNVMA MCG	
	DIV no activa 125 obs.	DIV Activa 340 obs.	DIV no activa 125 obs.	DIV Activa 340 obs.	DIV no activa 125 obs.	DIV Activa 340 obs.	NCON no adecuada 125 obs.	NCON adecuada 340 obs.	NCON no adecuada 125 obs.	NCON adecuada 340 obs.
PROP3M	0,22E-2 (2,13)**	-0,93E-3 (1,67)**	0,027 (1,67)**	0,010 (1,89)**	0,048 (2,20)**	0,021 (2,26)**	0,10E-2 (1,54)*	0,15E-2 (1,88)**	0,013 (0,95)	0,79E-2 (1,01)
PROPM	0,20E-2 (1,96)**	0,80E-3 (1,57)*	0,028 (1,55)*	0,011 (2,09)**	0,053 (1,69)**	0,17 (2,08)**	0,57E-3 (1,03)	0,17E-2 (2,13)**	0,90E-2 (0,75)	0,44E-2 (0,56)
PROPCO	-0,81E-3 (-0,84)	0,95E-3 (2,61)***	-0,016 (-1,06)	0,48E-2 (-1,08)	-0,97E-2 (-0,49)	0,40E-2 (-0,76)	0,13E-2 (3,1)***	0,90E-3 (1,44)*	-0,150 (-0,15)	-0,57E-2 (-0,89)
PROPEN	0,24E-2 (2,37)***	0,308E-3 (0,75)	0,033 (2,08)**	0,73E-2 (1,48)*	0,035 (1,82)**	0,92E-2 (1,55)*	-0,29E-3 (-0,53)	0,19E-2 (2,92)***	0,017 (1,42)*	0,010 (1,58)*
PROPINST	-0,30E-3 (-0,32)	-0,69E-3 (-0,88)	-0,32E-2 (-0,21)	-0,105E-2 (-0,138)	-0,012 (-0,67)	-0,43E-2 (-0,31)	-0,15E-2 (-1,7)**	-0,21E-2 (-2,6)***	-0,013 (-0,70)	-0,010 (-1,34)*

Niveles de significación: ***99%, ** 95% y * 90% + estimados efectos fijos.

FUENTE: Elaboración propia.

RESULTADOS DE LA HIPÓTESIS 2. SUBMUESTRAS DETERMINADAS SEGÚN LA EXISTENCIA DE MECANISMOS DE GOBIERNO ALTERNATIVOS

A continuación se dividen las observaciones de la muestra en función de la existencia en la empresa de mecanismos de gobierno o supervisión alternativos y, en particular, en función de que desarrollen una política activa de dividendos o el tamaño de su consejo de administración se adecue al considerado como óptimo por el Informe Olivencia, de manera que si estos mecanismos aumentan la creación de valor en la empresa, el incremento adicional que puede conseguirse a través de una estructura accionarial que alinee intereses de accionistas y directivos será menor. En el cuadro 6 se recoge la estimación de los parámetros y niveles de significación únicamente de las variables de estructura de propiedad (17). Las ecuaciones estimadas son iguales a las estimadas en el cuadro 4. Las tres primeras columnas del cuadro 6 recogen los resultados de las estimaciones cuando dividimos la muestra en función de la política de dividendos. Las columnas 1a y 1b recogen los estimados MCG, considerando como variables dependientes el CFSFP en

el primer caso y el LNVMA en el segundo. Puesto que en este último caso el test de Hausman rechazaba en algunas ecuaciones la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los efectos individuales y las variables independientes, se procedió a estimar las diferentes ecuaciones utilizando el estimador intra-grupos o *within* (columna 1c). Las dos últimas columnas del cuadro 6 recogen los resultados obtenidos cuando dividimos la muestra en función del tamaño del consejo de administración.

En primer lugar, al dividir la muestra en función de la política de dividendos que llevan a cabo las empresas, los resultados obtenidos no permiten corroborar la hipótesis 2a planteada. La significatividad o influencia de la estructura accionarial sobre la creación de valor de la empresa resulta similar en las dos submuestras determinadas, según que repartan o no repartan dividendos. Únicamente se obtienen resultados de acuerdo con la hipótesis de supervisión de los dividendos a medida que se incrementa la propiedad empresarial, observándose una relación positiva y significativa entre esta propiedad y la creación de valor en empresas con una política de dividendos menos activa, existiendo una relación menos intensa en aquellas

con una política de dividendos más activa. Por lo tanto, no podemos afirmar que la política de dividendos sea un sustituto de la supervisión que ejercen los accionistas mayoritarios en la empresa o determinados grupos de control, ya que no se observan diferentes niveles de influencia de la propiedad sobre la creación de valor al dividir la muestra según la política de dividendos llevada a cabo. Incluso en aquellos casos en que se observa, los resultados no son consistentes, al considerar distintas variables de creación de valor.

Por otro lado, no se observan diferencias significativas en el grado de influencia del grupo de control sobre la creación de valor cuando dividimos la muestra en función del tamaño del consejo de administración. Por lo tanto, no podemos afirmar que el tamaño recomendado en el Informe Olivencia para el consejo de administración guarde relación con la mayor o menor influencia que los inversores activos ejercen sobre la creación de valor en la empresa, ello puede ser debido, principalmente, a dos motivos. En primer lugar, porque el tamaño recomendado en el Informe no resulta tan relevante para la creación de valor en la empresa, de manera que el hecho de adoptar un tamaño adecuado o no adecuado no condiciona la

eficiencia del consejo, y por tanto el grado de creación de valor en la empresa (18). En segundo lugar, porque a pesar de que la eficiencia del consejo de administración como mecanismo interno de supervisión pueda justificarse a través de su tamaño, no inhibe la existencia de mecanismos de gobierno externos complementarios que se establezcan a través de la estructura accionarial de la empresa.

CONCLUSIONES

En definitiva, la búsqueda de un equilibrio entre los beneficios privados que el inversor que ejerce el control puede obtener, los beneficios públicos derivados de una determinada estructura accionarial (que se traducen en la mayor supervisión y alineamiento de intereses) y los costes que acompañan a la mayor concentración de propiedad (como son la menor liquidez y diversificación de riesgos) nos permiten establecer una serie de conclusiones a partir del análisis de una muestra de 93 empresas no financieras que cotizaban en la Bolsa de Madrid entre 1994 y 1998 utilizando la metodología de datos de panel.

En primer lugar, el carácter supervisor de la propiedad accionarial resulta más intenso en aquellas empresas en las que el potencial conflicto de intereses entre accionistas y directivos es mayor, de manera que se puede incrementar el valor de la empresa mediante una composición adecuada de su accionariado.

En este sentido, observamos cómo la concentración del accionariado no se traduce necesariamente en un incremento en el valor de la empresa, sino que su efecto supervisor depende de características específicas de la misma, que deberán tenerse en cuenta de cara a establecer previsiones sobre los efectos que las reestructuraciones de la propiedad pueden provocar sobre el valor. Asimismo, y tal como sugieren Holderness y Sheehan (1988), la existencia de leyes y acuerdos que limitan las transacciones de bloques accionariales pueden dañar a los accionistas minoritarios, sobre todo en aquellas empresas con menores oportunidades de crecimiento. Del mismo modo, el



establecimiento de límites a la propiedad que pueden detentar determinados inversores internos, o la adopción de medidas de blindaje frente a determinados inversores externos, como los institucionales, pueden contribuir a la creación de valor en aquellas empresas con menores oportunidades de crecimiento, en el primer caso, y en aquellas con mayores oportunidades de crecimiento, en el segundo.

Por otro lado, la existencia de mecanismos de gobierno alternativos en la empresa que garanticen la supervisión de las decisiones directivas puede restar significatividad a la función de vigilancia que ejercen determinados inversores. Sin embargo, ni el tamaño recomendado para el consejo de administración en el Informe Olivencia, ni la política de dividendos de la empresa se muestran como mecanismos de gobierno que permitan maximizar el valor de la empresa derivado de la supervisión.

En este sentido, la investigación futura sobre la influencia de la propiedad en la creación de valor de la empresa y sobre la valoración de los cambios en la estructura accionarial debería tener en cuenta diferentes características de la empresa que supongan una aproximación al conflicto de intereses entre accionistas y directivos e incluso entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Además, resulta necesario realizar más estudios empíricos en este campo, no sólo analizando otras

variables que puedan aumentar o reducir el activismo inversor, sino también extrapolando este estudio a diferentes países con sus propios códigos de buen gobierno y diferentes medidas de protección de los accionistas minoritarios.

NOTAS

(1) Los accionistas mayoritarios poseen más acciones por término medio de lo que sería racional si el único objetivo fuese la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios en países como Italia (Zingales, 1994), Suecia (Bergtröm y Rydquist, 1990), Estados Unidos (Holderness y Sheehan, 1988) y España.

(2) Las mayores oportunidades de crecimiento de la empresa reducen los problemas de agencia que justifican la implantación de los mecanismos de gobierno en la empresa, y que se basan, entre otros, en el objetivo de los directivos por lograr un mayor crecimiento de la empresa que puede no maximizar el valor (sobreinversión) y en la preferencia por un horizonte temporal más corto para alcanzar los resultados de las inversiones.

(3) En nuestro análisis empírico nos centramos en dos mecanismos alternativos de supervisión, la política de dividendos y el tamaño del consejo de administración.

(4) Yermak (1996) y Eisenberg, Sundgren y Wells (1998).

(5) La muestra final se obtiene a partir de una base de datos de empresas que comunican información a la CNMV, una vez que eliminamos aquellas cuya salida a bolsa se haya producido durante los dos años anteriores a 1994 (ya que la estructura accionarial de estas empresas puede venir condicionada por las condiciones de dicha oferta pública inicial). Asimismo, se eliminan las empresas que se encuentran en un proceso de suspensión de pagos y las excluidas de cotización durante el período muestral.

(6) Esta afirmación proviene de un análisis empírico realizado por los autores, que no se incluye en este trabajo, al no constituir el objetivo del mismo, pero que se encuentra a disposición de los interesados.

(7) Esta relación no se transcribe en los resultados obtenidos ya que resultó no significativa.

(8) Para medir los flujos de libre disposición también se tuvo en cuenta el ajuste por el incremento de circulante, de inversiones en activo fijo y el incremento de los fondos ajenos permanentes. Sin embargo, la correlación encontrada (al 95% de confianza) entre la medida utilizada y esta medida ajustada nos llevó a decantarnos por la primera.

(9) Véase Shome y Singh (1995).

(10) Los flujos de caja considerados para el análisis de la creación de valor son los derivados de la actividad ordinaria y antes de impuestos para evitar la inconsistencia y la falta de base comparable que pudiera darse por diferente tratamiento fiscal entre las empresas. Las variables dicotómicas relativas al año se corresponden con los años 1994 a 1998 en todos los casos, y las variables dicotómicas relativas al sector incluyen los siguientes sectores: construcción, eléctricas, alimentación, metal-mecánica, petróleo, comunicación y transportes, inmobiliarias y otras industrias y servicios.

(11) No se transcriben todos los resultados obtenidos en este análisis preliminar, puesto que no constituye el objetivo perseguido en este trabajo, pero señalamos los principales resultados obtenidos que son necesarios para el análisis posterior.

(12) Ni la medida de control de Cubbin y Leech ni la consideración de la relación no lineal con la propiedad del inversor mayoritario resultan estadísticamente significativas en la explicación de la creación de valor.

(13) Recientemente, Duggal y Millar (1999) y Ang, Cole y Lin (2000) cuestionan también la superioridad supervisora que tradicionalmente ha sido atribuida a los inversores institucionales para reducir los costes de agencia.

(14) Al dividir la muestra de acuerdo con el FCFQ no se observan diferencias significativas en la influencia que ejerce la propiedad accionarial sobre la creación de valor de la empresa.

(15) Diferencias de medias del endeudamiento bancario en empresas con altas oportunidades de crecimiento según que el accionista principal sea inversor institucional o no institucional (ver cuadro 7).

(16) Además del endeudamiento bancario se utilizaron otras variables de endeudamiento representativas del endeudamiento total y el endeudamiento a largo plazo, obteniendo idénticos resultados.

(17) Los resultados de los modelos completos se encuentran a disposición de los interesados previa solicitud a los autores.

(18) Generalmente, en la literatura financiera se considera una variable lineal del tamaño del consejo de administración para determinar su eficiencia (Yermak, 1996; Eisenberg, Sundgren y Wells, 1998; Azofra, De Andrés y López, 1999, entre otros). Sin embargo, esta consideración podría llevar a concluir que el tamaño más adecuado para el consejo, con el objetivo de crear valor en la empresa, es el menor tamaño posible o cero. Por ello, hemos considerado relevante establecer un intervalo para diferenciar el tamaño adecuado del no adecuado basándonos en la recomendación del Informe Olivencia, aunque los resultados obtenidos a nuestra hipótesis para dicho intervalo hayan sido no significativos.

CUADRO 7
DIFERENCIAS DEL ENDEUDAMIENTO BANCARIO SEGÚN LA IDENTIDAD DEL PRINCIPAL ACCIONISTA

Identidad accionista principal	Endeudamiento bancario medio	Número de observaciones	Prueba t (significatividad)
Institucional	0,1828	44	-2,377 (0,018)
No institucional	0,1280	191	

FUENTE: Elaboración propia.

BIBLIOGRAFÍA

- ADMATI, A., PFLEIDERER, P. y ZECHNER, J. (1994): «Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium», *Journal of Political Economy*, 102 (6), pp. 1097-1130.
- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C. R. (1996): «Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), pp. 377-397.
- ANDRÉS, P. DE, AZOFRA, V. y RODRÍGUEZ, J. A. (2000): «Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español», *Investigaciones Económicas*, 24, pp. 641-679.
- ANG, J., COLE, R. y LIN, J. (2000): «Agency costs and Ownership Structure», *Journal of Finance*, 55 (1), pp. 81-106.
- ARELLANO, M. (1993): «Introducción al análisis econométrico con datos panel», en Doldo, J. J., Martín, C. y Rodríguez Romero, L. (eds.): *Industria y el comportamiento de las empresas españolas. Ensayos en homenaje a Gonzalo Mato*, pp. 23-47.
- ARELLANO, M. y BOVER, O. (1990): «La econometría de datos panel», *Investigaciones Económicas* (Segunda época), 14, pp. 3-45.
- AZOFRA, V., DE ANDRÉS, P. y LÓPEZ, F. (1999): «Corporate Boards in OECD countries: composition, compensation, committee structure and effectiveness», Actas del III Foro de Finanzas de Segovia, julio.
- BATHALA, C. T. (1996): «Determinants of Managerial Stock Ownership: The case of CEOs», *The Financial Review*, 31 (1), pp. 127-147.
- BATHALA, C. T., MOON, K. P. y RAO, R. (1994): «Managerial Ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: an agency perspective», *Financial Management*, 23 (3), pp. 38-50.
- BEBCHUCK, L. (1994): «Efficient and inefficient sales of corporate control», *Quarterly Journal of Economics*, 109 (4), pp. 957-993.
- BERGSTROM, C. y RYDQVIST, K. (1990a): «Ownership of equity in dual-class firms», *Journal of Banking and Finance*, 14, pp. 255-269.
- BERGSTROM, C. y RYDQVIST, K. (1990b): «The determinants of corporate ownership: an empirical study on Swedish Data», *Journal of Banking and Finance*, 14, pp. 237-253.
- BETHEL, J., PORTER, J. y OPLER, T. (1998): «Block share Purchase and Corporate Performance», *Journal of Finance*, 53, pp. 605-634.
- BHIDE, A. (1993): «The hidden costs of stock market liquidity», *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 31-51.
- BRICKLEY, J., LEASE, R. C. y SMITH, C. W. (1988): «Ownership structure and voting on antitakeover amendments», *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 267-291.
- BURKART, M., GROMB, D. y PANUNZI, F. (1997): «Large Shareholders, monitoring, and the value of the firm», *Quarterly Journal of Economics*, agosto, pp. 692-728.
- CLAESSENS, S. (1997): «Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics», *Journal of Finance*, 52, pp. 1641-1679.
- CRESPI, R. (1997): «Determinants of Ownership structure: a panel data approach to the Spanish case», Actas del I Foro de Finanzas de Segovia, julio.
- CUBBIN, J. y LEECH, D. (1983): «The effect of shareholder dispersion on the degree of control in British companies: Theory and measurement», *Economic Journal*, 93, pp. 35-69.
- CUERVO-CAZURRA, A. (1999): «Grandes accionistas y beneficios privados: el caso de los bancos como accionistas de empresas no financieras», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 5, pp. 21-44.
- DENIS, D., DENIS, K. y SARIN, A. (1997): «Agency problems, equity ownership, and corporate diversification», *Journal of Finance*, 52 (1), pp. 135-160.
- DUGGAL, R. y MILLAR, J. (1999): «Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns», *Journal of Corporate Finance*, 5, pp. 103-117.
- EGUIDAZU, S. (1999): *Creación de valor y gobierno de la empresa*, Gestión 2000.
- EISENBERG, T., SUNDGREN, S. y WELLS, M. T. (1998): «Larger board size and decreasing firm value in small firms», *Journal of Financial Economics*, 48, pp. 35-54.
- ECKBO, E. B. y VERMA, S. (1994): «Managerial shareownership, voting power, and cash dividend policy», *Journal of Corporate Finance*, 1, pp. 33-62.

- GALVE, C. y SALAS, V. (1994): «Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa», *Revista de Economía Aplicada*, 4 (2), pp. 75-102.
- GALVE, C. y SALAS, V. (1995): «Propiedad y eficiencia de la empresa: teoría y evidencias empíricas», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, 740, pp. 119-129.
- HERTZEL, M. y SMITH, R. (1993): «Market discounts and shareholder gains for placing equity privately», *Journal of Finance*, 48, pp. 459-485.
- HINGORANI, A., LEHN, K. y MAKHIJA, A. K. (1997): «Investor behavior in mass privatization: The case of the Czech voucher scheme», *Journal of Financial Economics*, 44, pp. 349-396.
- HOLDERNESS, C. y SHEEHAN, D. (1988): «The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis», *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 317-346.
- HOLMSTRÖM, B. y TIROLE, J. (1993): «Market liquidity and Performance Monitoring», *Journal of Political Economy*, 101, pp. 678-709.
- HOSHI, T., KASHYAP, A. y SCHARFSTEIN D. (1993): *The choice between public and private debt: An analysis of post-deregulation corporate finance in Japan*, NBER Working Paper 4421, Cambridge, Mass.
- JENSEN, G. R., SOLBERG, D. P. y ZORN, T. S. (1992): «Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (2), pp. 247-263.
- JENSEN, M. (1998): *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press.
- JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976): «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure», *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- JENSEN, M. y RUBACK, R. (1983): «The market for corporate control: The scientific evidence», *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 5-50.
- LEECH, D. y LEAHY, J. (1991): «Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies», *Economic Journal*, 101, pp. 1418-1437.
- LEHMANN, E. y WEIGAND, J. (2000): «Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany», *European Finance Review*, vol. 4, pp. 157-159.
- LODERER, C. y JACOBS, A. (1995): «The Nestlé Crash», *Journal of Financial Economics*, marzo, pp. 315-339.
- LODERER, C. y MARTIN, K. (1997): «Executive stock ownership and performance Tracking faint traces», *Journal of Financial Economics*, 45, pp. 223-255.
- MAUG, E. (1998): «Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-Off between Liquidity and Control?», *Journal of Finance*, 53, pp. 65-97.
- MCCONNELL, J. y SERVAES, H. (1995): «Equity ownership and the two faces of debt», *Journal of Financial Economics*, 39, pp. 131-157.
- MURPHY, K. y DIAL, J. (1995): «Compensation and Strategy at General Dynamics», *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 261-315.
- PERFECT, S. y WILES, K. (1994): «Alternative constructions of Tobin's q: An empirical comparison», *Journal of Empirical Finance*, 1, pp. 313-341.
- PROWSE, S. (1994): «Corporate Governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany», *Bank for International Settlements Economic Papers*, 41, julio.
- ROE, M. J. (1990): «Political and legal constraints on ownership and control of public companies», *Journal of Finance Economics*, 2, pp. 7-43.
- SHOME, D. y SINGH, S. (1995): «Firm value and external blockholdings», *Financial Management Journal*, 24, pp. 3-14.
- SHORT, H. y KEASEY, K. (1999): «Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK», *Journal of Corporate Finance*, 5, pp. 79-101.
- SLOVIN, M. y SUSHKA, M. (1997): «The implications of Equity Issuance Decisions within a Parent-Subsidiary Governance Structure», *Journal of Finance*, 52, pp. 841-857.
- SMITH, T. (1992): *Accounting for Growth*, Century Business Books, Londres.
- STOUGHTON, N. M. y ZECHNER, J. (1998): «IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 49, pp. 45-77.
- SWEE-SUM, L. (1997): «Control versus firm value: the impact of Restrictions on Foreign Share Ownership», *Financial Management*, 26, pp. 48-61.
- XU, X. y WANG, Y. (1997): «Ownership structure, corporate governance and firm's performance: The case of Chinese Stock Companies», documento de trabajo, Amherst College and The World Bank.
- YERMACK, D. (1996): «Higher market valuation of companies with a small board of directors», *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185-211.
- ZINGALES, L. (1994): «The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience», *Review of Financial Studies*, 7, pp. 125-148.